



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 32 - Edición Nº 1537 - 30 de Noviembre de 2023

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Vasconcelos y Maximiliano Gutiérrez

En la cuenta regresiva, la gestión entrante goza del “beneficio de la duda”, pese al todavía difuso set de objetivos e instrumentos

En Foco 1 – Marcelo Capello y Vanessa Toselli

El dato regional de la semana:

A partir del 10 de diciembre, la configuración del poder por fuerza política y por provincia obligará al partido gobernante a buscar aliados en otras fuerzas políticas, sin sacrificar el objetivo del equilibrio fiscal

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:

4

En la cuenta regresiva, la gestión entrante goza del "beneficio de la duda", pese al todavía difuso set de objetivos e instrumentos

- Mientras el grueso de la atención se concentra en el "problema de las leliqs", el abordaje de la cuestión fiscal por parte del gobierno entrante sigue en la nebulosa, siendo que ésta es la madre del problema
- Las Leliqs son un problema derivado del déficit fiscal financiado con emisión monetaria. De allí que un eventual alivio en la carga de intereses de los pasivos del Central no debería verse como un sustituto del ajuste fiscal. No es la dinámica de las Leliq a lo largo de 2023 la que explica la aceleración inflacionaria. Son otros los factores que la determinan: a) la falta de financiamiento genuino del déficit fiscal, cubierto por emisión directa e indirecta del Banco Central; b) la sostenida caída de la demanda de dinero (aumento de la velocidad de circulación), que achica la base imponible del "impuesto inflacionario"
- En caso de sostenerse la devolución de IVA a consumidores y la reducción a la mínima expresión de lo colectado por el impuesto a las Ganancias que recae sobre las personas físicas, se daría una merma de recaudación de poco más de 2 puntos del PIB en 2024. Se trata de recursos coparticipables, por lo que el impacto sería equivalente a guarismos que van entre 3,0 y 5,5 % del gasto primario de la mayoría de las provincias
- La deuda comercial por importaciones impagas creció casi USD 15.600 millones en lo que va del año, incluyendo los USD 3.000 millones que se estiman para octubre, récord para un solo mes. Desde principios de 2022 el incremento del monto de importaciones impagas llega a USD 23.400 millones
- La posibilidad de liquidar el 50% de las exportaciones en el CCL (se estima unos USD 150 millones/diarios), el alejamiento del escenario de dolarización y, de manera marginal, el "factor LEDIV" explicarían la presión bajista del dólar libre en los últimos días: el CCL se desplomó un 26 % desde el máximo de \$1.110 por dólar hasta los \$820 del último dato
- La prioridad de la actual administración en el ciclo de salida ha sido intentar disimular problemas a través de una brecha cambiaria descendente, con instrumentos como la mezcla de dólares de exportación y los arbitrajes a favor de las LEDIV, pero al costo de mayor torniquete a las importaciones. El desabastecimiento es alarmante, con consecuencias que pueden ser irreversibles en el plano de la salud, y parálisis en cada vez más plantas industriales. Tras más de una década de estanflación, el gobierno saliente se despide con dosis reforzadas de la misma receta, que empuja los precios para arriba y la actividad para abajo
- La balanza comercial podría alcanzar en 2024 un saldo positivo de 25,0 mil millones de dólares, que derivaría en un superávit de cuenta corriente del orden de los 9,0 mil millones de dólares, dado el saldo negativo esperado de los servicios reales y de la cuenta de intereses y dividendos. Suponiendo un flujo modesto de entrada de capitales el año próximo, las reservas del Banco Central podrían recomponerse en unos 12,0 mil millones de dólares. Seguiría la "sábana corta", complicando la solución rápida para los problemas de stock del sector externo (deuda de importaciones, remisión de dividendos)
- Los contratos de futuro del ROFEX para fin de año se pactan a 767 pesos por dólar, una referencia que implicaría un salto de 30 % en un mes para el "blend" de exportación y del 113 % para el cada vez más "virtual" dólar de importaciones (se descuenta que la brecha entre dólar de exportación e importación se eliminará a partir del 10 de diciembre)
- Aunque haya mercado cambiario desdoblado a partir del 11 de diciembre, no existen instrumentos para fijar el tipo de cambio oficial en alguna paridad que pueda cumplir el rol de ancla. Inicialmente, el test para el régimen cambiario adoptado será su capacidad de lograr una secuencia prolongada de saldos netos favorables al Banco Central en las operaciones de

compra-venta. Así, el nivel del tipo de cambio oficial se estaría moviendo día a día en función de ese objetivo. Las expectativas de inflación no podrán ser ancladas por la vía cambiaria, lo que refuerza la importancia de la política fiscal y de las pautas que se definan para la evolución del gasto público

En Foco 1:**17**

El dato regional de la semana: A partir del 10 de diciembre, la configuración del poder por fuerza política y por provincia obligará al partido gobernante a buscar aliados en otras fuerzas políticas, sin sacrificar el objetivo del equilibrio fiscal

- Con la victoria del candidato libertario, desde el próximo 10 de diciembre el país presentará una configuración atípica en la distribución del poder, en que La Libertad Avanza controlará el Poder Ejecutivo, Unión por la Patria exhibirá la primera minoría en el Congreso de la Nación y Juntos por el Cambio gobernará la mayoría de las provincias
- La Libertad Avanza controlará el 100% del Poder Ejecutivo (aunque varios funcionarios podrían provenir de otras fuerzas políticas), Unión por la Patria tendrá el 47% de los legisladores en Diputados y 41% en Senadores, mientras que Juntos por el Cambio gobernará en 10 provincias (42% del total). Los partidos provinciales, a su vez, controlarán un 8% de Diputados, 9% de Senadores y 25% de los gobiernos provinciales
- El futuro presidente sólo podría tener quórum en la cámara de Diputados, si a los votos propios logra sumar la totalidad de los votos de Juntos por el Cambio, pero en ese caso seguiría necesitando 5 votos para conseguir quórum en la cámara de Senadores. En el caso de contar con el voto favorable de las fuerzas provinciales, lograría –aunque con poco margen- quórum en ambos recintos legislativos
- Escenarios más realistas, en donde el presidente electo obtenga el 70% de apoyo de Juntos por el Cambio, e igual proporción de las fuerzas provinciales, implicarían la necesidad de contar con 25 votos de otras fuerzas (básicamente del peronismo) para lograr la mayoría en Diputados y Senadores. En caso de que la aceptación a sus medidas sea del 50% tanto de Juntos por el Cambio como de las fuerzas provinciales, requerirá 81 votos adicionales en la cámara baja, y 21 en la cámara alta, que deberían venir del peronismo
- La herencia económica para Javier Milei será en muchos aspectos similar a la que le tocó en su momento a Mauricio Macri, en ambos casos sin quórum propio en Diputados ni Senadores, pero el primero no debe caer en el error del segundo que, por negociar para mejorar gobernabilidad con la oposición y organizaciones sociales, luego no logró bajar el déficit fiscal en sus dos primeros años de gobierno, y entró en crisis macro en el tercero y cuarto año

Editorial

En la cuenta regresiva, la gestión entrante goza del “beneficio de la duda”, pese al todavía difuso set de objetivos e instrumentos

Jorge Vasconcelos y Maximiliano Gutiérrez

- Mientras el grueso de la atención se concentra en el “problema de las leliqs”, el abordaje de la cuestión fiscal por parte del gobierno entrante sigue en la nebulosa, siendo que ésta es la madre del problema
- Las Leliqs son un problema derivado del déficit fiscal financiado con emisión monetaria. De allí que un eventual alivio en la carga de intereses de los pasivos del Central no debería verse como un sustituto del ajuste fiscal. No es la dinámica de las Leliq a lo largo de 2023 la que explica la aceleración inflacionaria. Son otros los factores que la determinan: a) la falta de financiamiento genuino del déficit fiscal, cubierto por emisión directa e indirecta del Banco Central; b) la sostenida caída de la demanda de dinero (aumento de la velocidad de circulación), que achica la base imponible del “impuesto inflacionario”
- En caso de sostenerse la devolución de IVA a consumidores y la reducción a la mínima expresión de lo colectado por el impuesto a las Ganancias que recae sobre las personas físicas, se daría una merma de recaudación de poco más de 2 puntos del PIB en 2024. Se trata de recursos coparticipables, por lo que el impacto sería equivalente a guarismos que van entre 3,0 y 5,5 % del gasto primario de la mayoría de las provincias
- La deuda comercial por importaciones impagas creció casi USD 15.600 millones en lo que va del año, incluyendo los USD 3.000 millones que se estiman para octubre, récord para un solo mes. Desde principios de 2022 el incremento del monto de importaciones impagas llega a USD 23.400 millones
- La posibilidad de liquidar el 50% de las exportaciones en el CCL (se estima unos USD 150 millones/diarios), el alejamiento del escenario de dolarización y, de manera marginal, el “factor LEDIV” explicarían la presión bajista del dólar libre en los últimos días: el CCL se desplomó un 26 % desde el máximo de \$1.110 por dólar hasta los \$820 del último dato
- La prioridad de la actual administración en el ciclo de salida ha sido intentar disimular problemas a través de una brecha cambiaria descendente, con instrumentos como la mezcla de dólares de exportación y los arbitrajes a favor de las LEDIV, pero al costo de mayor torniquete a las importaciones. El desabastecimiento es alarmante, con consecuencias que pueden ser irreversibles en el plano de la salud, y parálisis en cada vez más plantas industriales. Tras más de una década de estanflación, el gobierno

saliente se despiden con dosis reforzadas de la misma receta, que empuja los precios para arriba y la actividad para abajo

- La balanza comercial podría alcanzar en 2024 un saldo positivo de 25,0 mil millones de dólares, que derivaría en un superávit de cuenta corriente del orden de los 9,0 mil millones de dólares, dado el saldo negativo esperado de los servicios reales y de la cuenta de intereses y dividendos. Suponiendo un flujo modesto de entrada de capitales el año próximo, las reservas del Banco Central podrían recomponerse en unos 12,0 mil millones de dólares. Seguiría la “sábana corta”, complicando la solución rápida para los problemas de stock del sector externo (deuda de importaciones, remisión de dividendos)
- Los contratos de futuro del ROFEX para fin de año se pactan a 767 pesos por dólar, una referencia que implicaría un salto de 30 % en un mes para el “blend” de exportación y del 113 % para el cada vez más “virtual” dólar de importaciones (se descuenta que la brecha entre dólar de exportación e importación se eliminará a partir del 10 de diciembre)
- Aunque haya mercado cambiario desdoblado a partir del 11 de diciembre, no existen instrumentos para fijar el tipo de cambio oficial en alguna paridad que pueda cumplir el rol de ancla. Inicialmente, el test para el régimen cambiario adoptado será su capacidad de lograr una secuencia prolongada de saldos netos favorables al Banco Central en las operaciones de compra-venta. Así, el nivel del tipo de cambio oficial se estaría moviendo día a día en función de ese objetivo. Las expectativas de inflación no podrán ser ancladas por la vía cambiaria, lo que refuerza la importancia de la política fiscal y de las pautas que se definan para la evolución del gasto público

Mientras el grueso de la atención se concentra en el “problema de las leliqs”, el abordaje de la cuestión fiscal por parte del gobierno entrante sigue en la nebulosa, siendo que ésta es la madre del problema y que la crítica herencia que deja el gobierno saliente se ha agravado en los últimos meses por medidas electorales que no tienen sólo un elevado costo fiscal en la última parte de 2023, sino que amenazan extenderse a 2024, tanto por el lado del gasto como de los ingresos. En el primer caso se tiene la permanencia de los subsidios económico por una cifra superior a los 2 puntos del PIB, por la cada vez menor cobertura del costo por parte de usuarios de servicios de transporte, gas y electricidad y, en el segundo, la merma de recaudación de poco más de 2 puntos del PIB que podría experimentarse en 2024 de sostenerse la devolución de IVA a consumidores y la reducción a la mínima expresión de lo colectado por el impuesto a las Ganancias que recae sobre las personas físicas, los tributos coparticipables por excelencia.

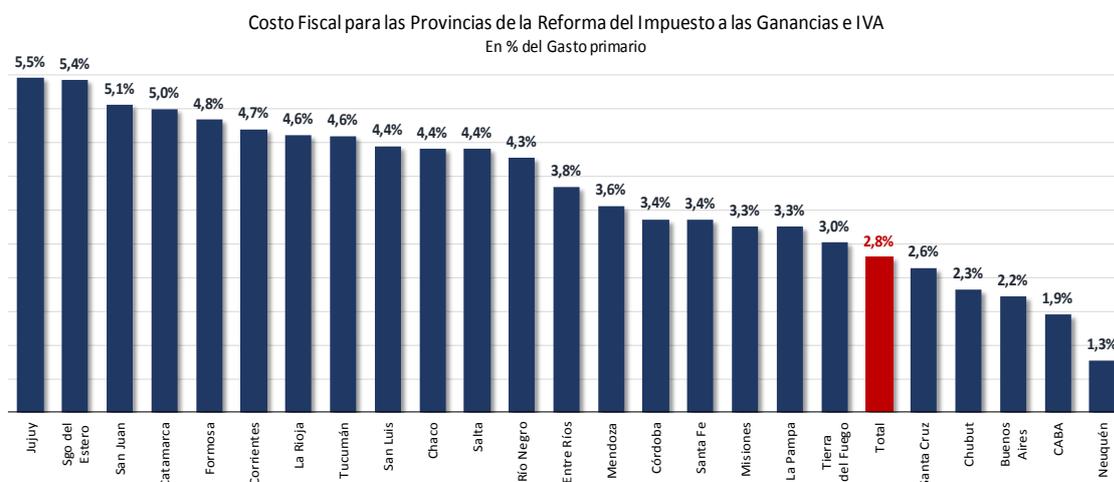
Han sido las provincias las primeras en alertar por el impacto de la merma de recaudación de IVA y Ganancias proyectada para 2024, pero el Tesoro nacional se vería afectado de igual modo. Atacar el “gasto de la política” o el déficit de las empresas públicas es una

decisión que debe valorarse, pero al mismo tiempo debe haber conciencia que el impacto de estas medidas es insuficiente en materia de reducción del déficit.

Avanzar en el plano fiscal sólo puede hacerse en clave federal. La composición del Congreso a partir del 10 de diciembre habrá de reflejar el renovado poder de los gobernadores, muchas veces remisos a encarar reformas estructurales. El resultado del balotaje debería ser un argumento de peso para remover esa dinámica. Pero, sobre todo, hay que tener en cuenta la situación de debilidad en que han quedado las finanzas de buena parte de las provincias por las medidas electorales dispuestas por el gobierno saliente. De modo que, a pesar que Milei ha manifestado en algunas oportunidades que dichas rebajas impositivas se mantendrán, algunos gobernadores han comenzado a sugerir su reversión, de cara a 2024.

Obsérvese que la merma de recursos coparticipables originados en las reformas de IVA y Ganancias impulsadas por el gobierno saliente tienen un impacto significativo en términos del gasto primario respectivo: para 19 provincias equivale a 3,0 % o más de sus erogaciones, hasta el 5,5 % en la punta superior.

Antes del 10 de diciembre, el gobierno saliente parece dispuesto a “compensar” a algunas de estas provincias con el refuerzo de transferencias vía ATN, pero se trata de una salida puntual, destinada a cubrir el pago de aguinaldos. La cuestión de fondo seguramente será parte central de la agenda de negociación entre la Administración entrante y los gobernadores. La pregunta es, en caso que el Ejecutivo esté dispuesto a sumarse a la demanda de los gobernadores, si a cambio de esta concesión logrará el apoyo en el Congreso de bancadas no propias para avalar los primeros proyectos de ley que se habrán de presentar después del 10 de diciembre. Vale la pena observar también la posición de la provincia de Buenos Aires, que ha anunciado su disposición a emitir deuda por 150 millones de dólares, una movida que requiere autorización legislativa, sin que el éxito del oficialismo esté asegurado.



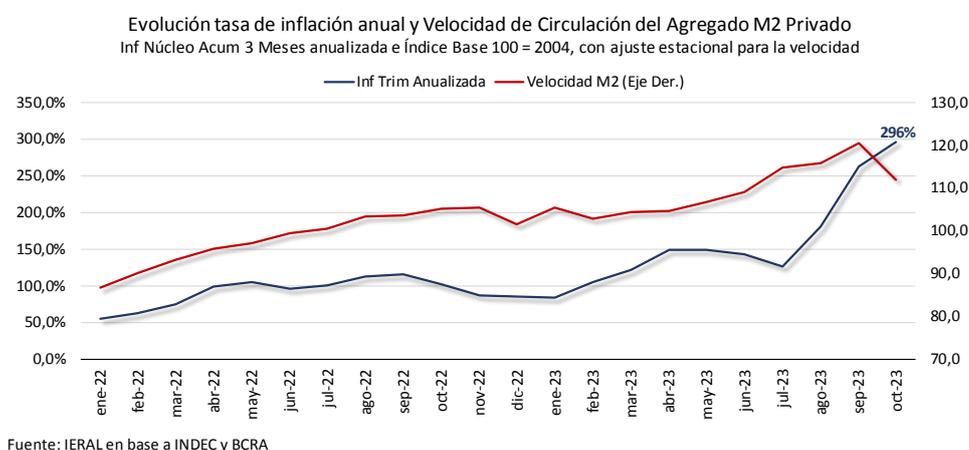
Fuente: IIE de la Bolsa de Comercio de Córdoba

Como se ha venido subrayando en estos informes, la Argentina ha ingresado a un escenario “no lineal”, por el cual “un poco más” de déficit fiscal lleva a “mucho más”

inflación. De allí que para quebrar esta dinámica se necesita un presupuesto equilibrado para 2024, difícil de ejecutar, pero no imposible. El incentivo del lado de la política está en que sólo bajo ese escenario será posible esperar para la segunda parte de 2024 un descenso nítido de la tasa de inflación y un rebote del nivel de actividad.

Corresponde subrayar que las Leliqs son un problema derivado del déficit fiscal financiado con emisión monetaria. De allí que un eventual alivio en la carga de intereses de las Leliq no debería verse como un sustituto del ajuste fiscal, que es la madre del problema.

No es la dinámica de las Leliq a lo largo de 2023 la que explica la aceleración inflacionaria. Son otros los factores que la determinan: a) la falta de financiamiento genuino del déficit fiscal, cubierto por emisión directa e indirecta del Banco Central; b) la sostenida caída de la demanda de dinero (aumento de la velocidad de circulación), que achica la base imponible del “impuesto inflacionario”.



Para que el estado pueda recuperar “el crédito” y para que los agentes económicos dejen de repudiar al peso, la única opción valedera es volver a contar con un presupuesto genuinamente equilibrado.

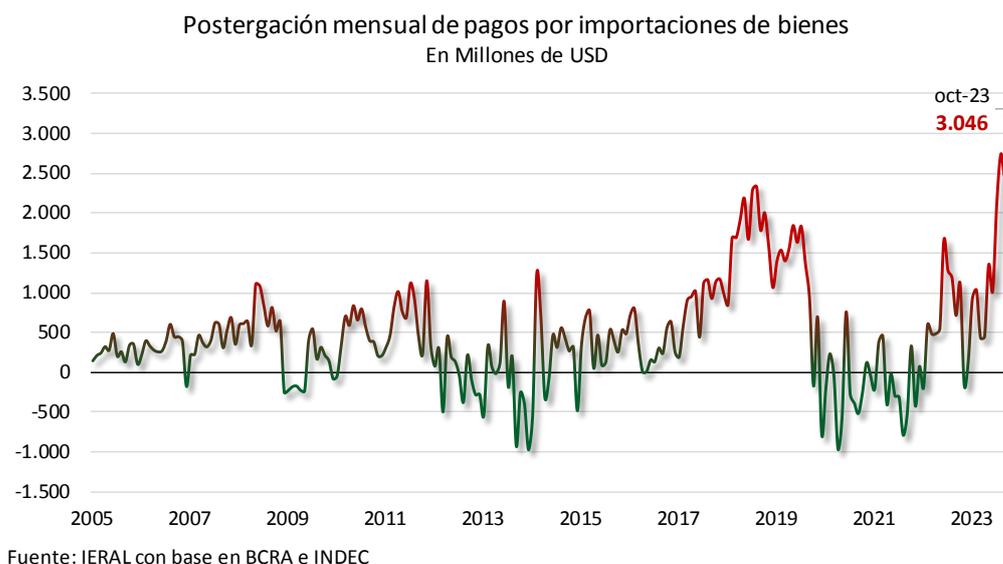
Por el poco tiempo disponible, es posible que el gobierno entrante esté diseñando algún tipo de “pauta” para la evolución del gasto público (por debajo de la recaudación proyectada), para el arranque de la gestión, abocándose luego a una tarea de reducción de erogaciones caso por caso. Cabe subrayar que al momento de cerrar este informe no había Secretario de Hacienda designado.

El problema del sector externo: las importaciones impagas

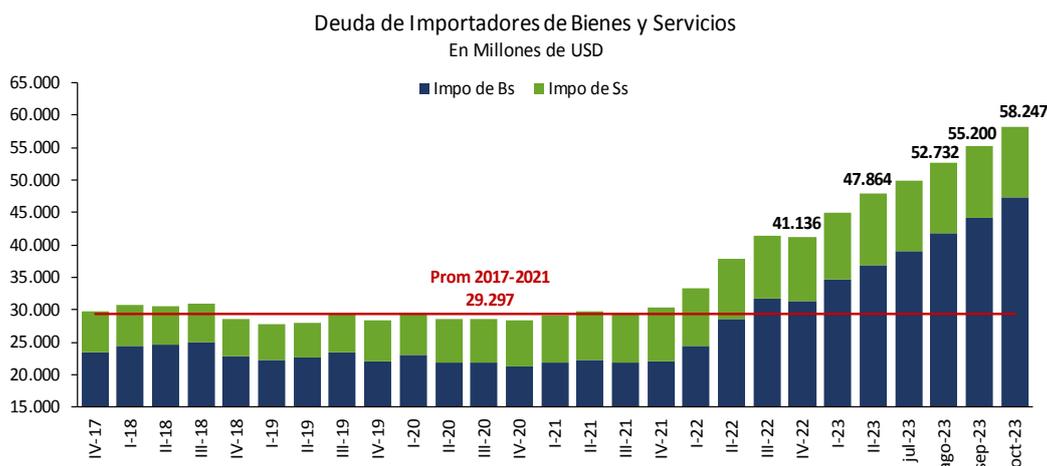
Las medidas fiscales, el tratamiento de la cuestión de las Leliqs y el régimen cambiario que finalmente se adopte para arrancar desde el 10 de diciembre se habrán de validar en la medida en que permitan comenzar a recomponer reservas del Banco Central. Es un test inexcusable.

Una herencia que deberán afrontar las nuevas autoridades gira en torno al compromiso del Banco Central de garantizarle a los importadores el acceso a las divisas para el pago de sus deudas. En lo que va del año, las importaciones devengadas de bienes acumulan un total

de USD 63.980 millones, mientras que se pagaron solamente USD 48.400 millones hasta octubre. Así, la deuda comercial creció casi USD 15.600 millones en lo que va del año, incluyendo los USD 3.000 millones que se estiman para octubre, record para un solo mes. Incluyendo los datos de 2022, se tiene un incremento de USD 23.400 millones en el monto de importaciones impagas. Este es un mecanismo que, ante la falta de reservas y en el marco de un creciente atraso cambiario, el gobierno saliente utilizó para tratar de evitar la parálisis de las actividades productivas a lo largo del último período, pero que ahora está completamente agotado, dejando una de las herencias más complejas que deberá asumir la Administración entrante.



Si se computan no solo las importaciones de bienes sino también las de servicios, se observa que el stock de deuda comercial entre 2017 y 2021 se mantuvo estable en torno a los USD 29.300 millones, pero, desde entonces, se ha disparado hasta alcanzar USD 58.250 millones en octubre último, es decir, USD 28.950 millones por encima del monto promedio antes mencionado. El segmento de bienes que se había mantenido estable en torno a los USD 22.760 millones hasta fines de 2021 más que se duplicó en la actualidad para alcanzar el guarismo de USD 47.300 millones; por su parte, la deuda por el pago de servicios pasó de USD 6.500 millones a casi USD 11.000 millones en octubre.



Fuente: IERAL con base en BCRA e INDEC

El problema del sector externo: sábana corta también en 2024

La Balanza de Pagos de cara a 2024 puede aportar señales positivas, pero si no se arreglan los desequilibrios internos no habrá forma de salir del rojo externo.

En principio, las exportaciones agroindustriales habrán de mejorar en unos 15,0 mil millones en 2024 respecto de 2023, pero aun así se ubicarían todavía 7,0 mil millones por debajo de los registros de 2022. Justamente, para analizar la posible performance del sector externo en 2024 conviene pivotar sobre los datos de 2002, cuando el Banco Central logró sumar a sus reservas casi 5,0 mil millones de dólares. En realidad, esto pudo ocurrir por la entrada de capitales neta de poco más de 9,0 mil millones de dólares, dado que ese fue el primer año de vigencia del acuerdo con el FMI.

En 2024 se habrá de depender más del resultado de la cuenta corriente del balance de pagos que de eventuales ingresos netos de capitales.

Bajo esas condiciones, podría comenzar a bosquejarse una dinámica de paulatina recomposición de las cuentas externas, con un flujo positivo de dólares que, de todos modos, sería insuficiente para "poner al día" las obligaciones pendientes en un único acto. Esto obligaría a diferenciar stocks (deudas comerciales, pago de dividendos, etc) de los flujos de entrada y salida de divisas por las operaciones a concretarse desde el 10 de diciembre en adelante, tanto en contrapartida de los movimientos de bienes como de servicios.

Así, en 2024 podría esperarse una reversión del déficit de cuenta corriente del balance de pagos y una paulatina recomposición de reservas. Bosquejando los números más relevantes, y comparando siempre con los datos de 2022, se tiene que la balanza comercial podría alcanzar el año entrante un saldo positivo de 25,0 mil millones de dólares, que derivaría en un superávit de cuenta corriente del orden de los 9,0 mil millones de dólares, dado el saldo negativo esperado, de 16,0 mil millones para los servicios reales y de la cuenta de intereses y dividendos. Son números provisorios, porque la proyección de las importaciones para 2024 depende de una serie de variables que no es sencillo precisar. Desde la profundidad de la caída del nivel de actividad (en Octubre el IGA del estudio

Ferreres detectó una merma de nada menos que 1,2 % en relación a setiembre); el verdadero nivel de los faltantes de inventario de las compañías (comprobado y severo en algunas áreas, más impreciso en otras); la velocidad con la que pueda recuperarse el crédito externo, entre otras.

Con un saldo neto de 3,0 mil millones de dólares de los movimientos de capitales, podría proyectarse una variación positiva de las reservas del Banco Central del orden de los 12,0 mil millones. Como se ve, pese a lo relativamente positivo del escenario, no hay forma rápida de salir del escenario de "sabana corta", con dificultades para normalizar de inmediato los problemas de stock (deuda de importaciones, remesas pendientes de dividendos).

Para un superávit mayor/acumulación de reservas más acelerada, sería necesario un tipo de cambio ultra elevado y una recesión más profunda, que recorte importaciones de forma adicional, con consecuencias severas en el plano social; o bien por un flujo de capitales más intenso, que sería una sorpresa por la falta de crédito del país.

En esta línea, podría conjeturarse con medidas destinadas a otorgar un "perdón" fiscal a capitales no declarados, no de las dimensiones del blanqueo realizado durante la gestión del ex presidente Macri, sino con características más acotadas y destinadas básicamente a robustecer los depósitos en dólares en el sistema financiero local.

Más allá de las conjeturas, los datos relevantes del sector externo de cara a 2024 serían los siguientes:

- El superávit de comercio exterior de 25,0 mil millones de dólares apuntado en el cuadro respectivo requiere un tipo de cambio real cercano al nivel que hoy muestra el "dólar blend" de exportación, con un último dato de 590 pesos.
- Los contratos de futuro del ROFEX para fin de año se pactan a 767 pesos por dólar, una referencia que implicaría un salto de 30 % en un mes para el "blend" de exportación y del 113 % para el cada vez más "virtual" dólar de importaciones (se descuenta que la brecha entre dólar de exportación e importación se eliminará a partir del 10 de diciembre)
- En 2024 las exportaciones del complejo agroindustrial se ubicarían todavía unos 7,0 mil millones de dólares por debajo de los registros de 2022 (debe monitorearse el clima en Brasil, en función del precio de las commodities)
- La normalización del funcionamiento del comercio exterior (dejando atrás "SIRAS" y otras trabas), podría mejorar la dinámica de exportaciones de bienes y servicios con componentes importados
- La expansión de la oferta de gas y petróleo cobra relevancia en términos de comercio exterior, con un saldo neto que estaría pasando de un déficit de

4,7 mil millones de dólares en 2022 a un superávit de 3,3 mil millones en 2024, una mejora de 8,0 mil millones

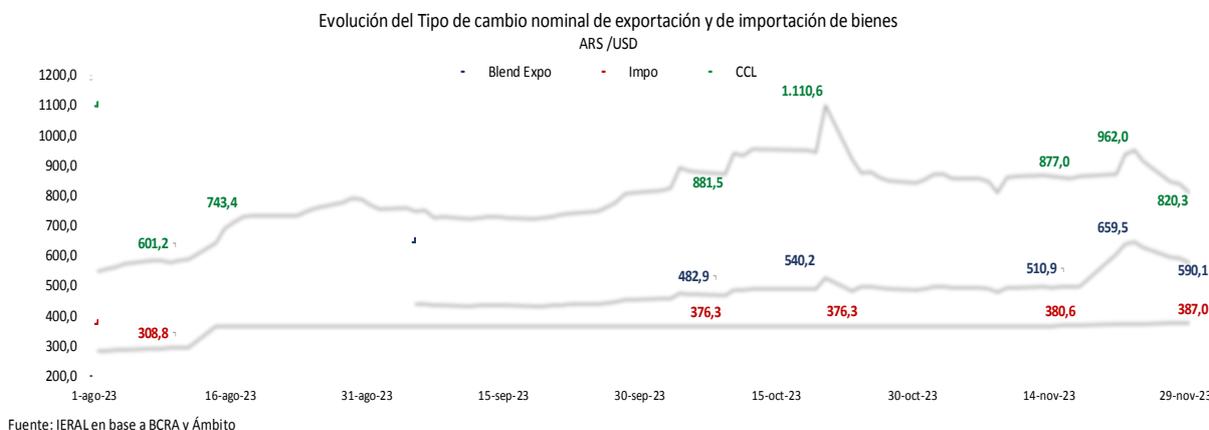
- Se observa que las reformas dispuestas para el tipo de cambio vinculado a los flujos turísticos están produciendo resultados en términos de achicamiento del déficit externo del sector

Argentina: Balanza de Pagos
En Miles de Millones de Dólares

	2022	2024	
Cuenta Corriente	-4,3	9,0	
Saldo Comercial	12,4	25,0	
Exportaciones	88,5	86,0	-7,0 Agroindustria +4,5 Resto
Importaciones	76,1	61,0	-6,7 Energía -8,4 Resto
Saldo Serv Reales	-7,5	-6,0	
Intereses y Utilidades	-9,2	-10,0	
Mov de Capitales	9,2	3,0	
Variación Reservas	4,9	12,0	

Fuente: INDEC en base a INDEC y estimaciones propias

Como se apuntó más arriba, el esquema diferencial del tipo de cambio para los exportadores permite liquidar el 50% en el mercado libre (CCL) y el restante 50% en el oficial. El miércoles 29, la mezcla del tipo de cambio de exportación fue de 590 pesos por dólar, derivado de un 50% operado a 360 pesos y 50% al CCL de 820,3 pesos. Por su parte, el dólar para importaciones de bienes es el dólar oficial más el 7,5% de impuesto PAIS. Como puede observarse, existe una brecha del 52,5 % entre ambas cotizaciones.

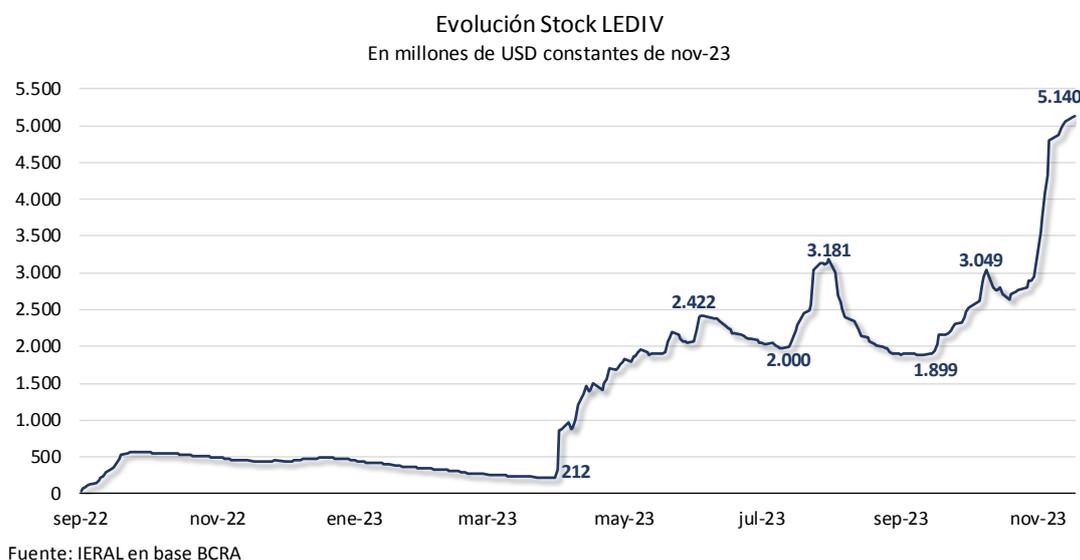


Las liquidaciones que van al CCL en el marco del dólar mezcla alcanzarían a USD 150 millones/diarios, factor que explicaría la presión bajista del dólar libre en los últimos días: el

CCL se desplomó un 26% desde el máximo de \$1.110 por dólar hasta los \$820 del último dato.

¿Arbitraje hacia LEDIV como factor explicativo de caída del CCL?

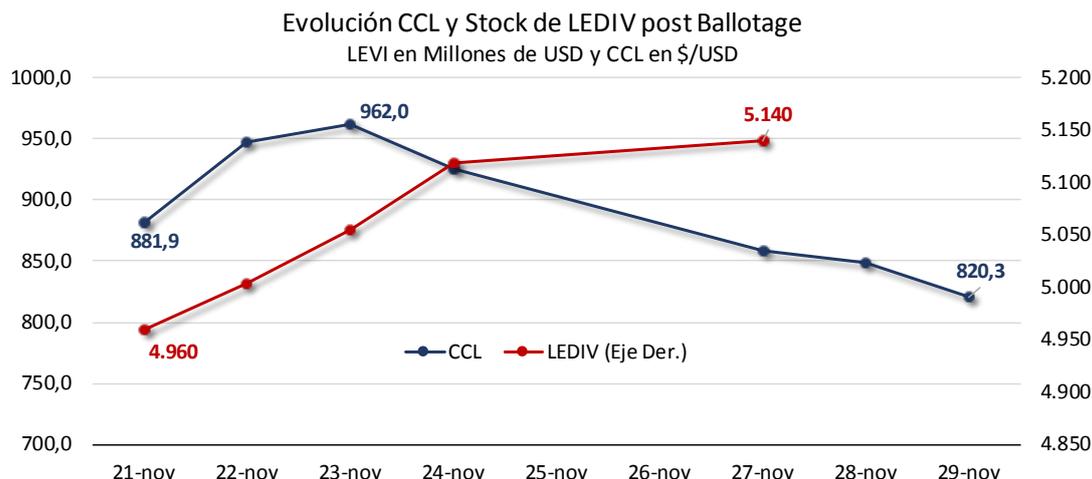
Un factor adicional que se ha mencionado como causal de la caída observada del CCL es la evolución de las LEDIV vinculada con el arbitraje originado en ventas de dólares en el mercado libre con simultánea suscripción de estas letras emitidas por el BCRA: se compran en pesos, a Tasa "Cero" y se liquidan atadas a la evolución del tipo de cambio oficial. En la práctica funcionan como un "seguro" ante la posibilidad cierta de una próxima devaluación oficial del peso, ya que el BCRA pagará la diferencia entre el tipo de cambio oficial actual y el que exista en el momento que venza la letra.



El BCRA emitió, desde el 9 de noviembre en adelante tres comunicaciones ("A" 7885, "A" 7892 y "A" 7897) vinculadas con el universo de inversores elegibles para suscribir estos títulos y el stock de LEDIV pasó de USD 2.897 millones el 9 de noviembre a USD 5.140 millones el 28, un incremento de 77 %.

El período de suba más álgido del stock de LEDIV se dio entre las elecciones generales y el ballottage, cuando el stock creció en USD 2.280 millones, pero no coincide con la etapa de mayores bajas de los dólares financieros. Mientras que, entre el 17 y el 28 de noviembre, el stock de LEDIV creció a un ritmo más lento, de USD 348 millones, mientras que el CCL pasó de \$ 882 por dólar a los \$ 820 actuales.

Como se observa en el gráfico adjunto, la caída del CCL se acentúa después del resultado del balotaje. Tres fuerzas operan para esa dinámica: el alejamiento del escenario de dolarización, la nueva mezcla de 50 y 50 para el dólar de exportación y, de manera marginal, los arbitrajes hacia la compra de Lediv.

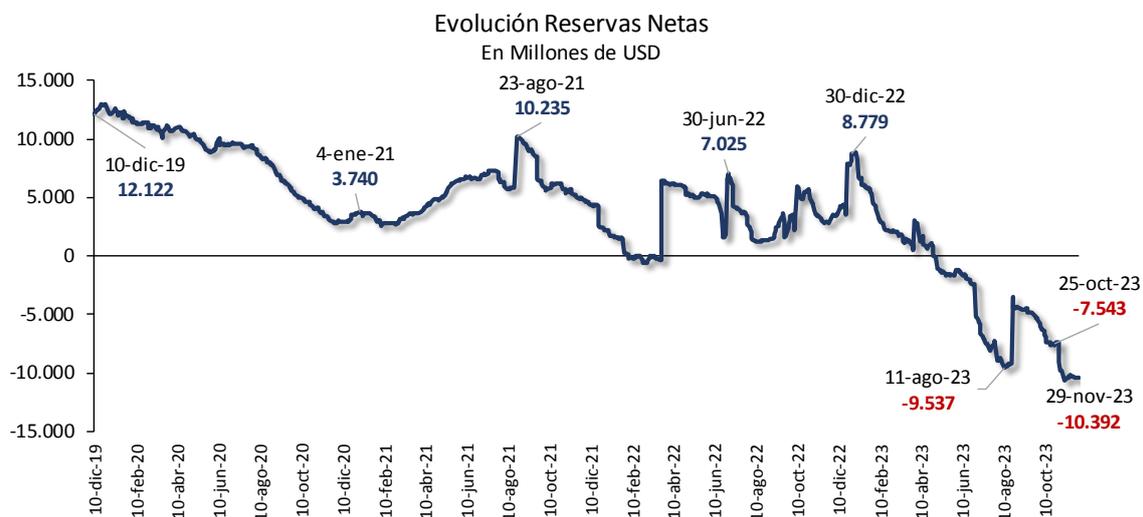


Fuente: IERAL en base a BCRA y Ámbito

La exposición del Banco Central a la devaluación se completa con un estimado de USD 2.860 millones vendidos en contratos Futuros.

La caída tendencial de las reservas externas

Un tema crucial a lo largo del 2023 ha sido la sangría de reservas por parte del BCRA por un monto estimado de USD 23 mil millones. Por su parte, las reservas netas hacia fines de noviembre son negativas en USD 10,4 mil millones, computando las tenencias de oro y DEGs. En el pasivo del BCRA se anotan unos USD 8,8 mil millones que los bancos integraron como encajes en el BCRA, USD 18,2 mil millones del swap con el PBOC, USD 1,8 mil millones de SEDESA y USD 3,1 mil millones del swap con el BIS.



Fuente: IERAL en base a BCRA

El BCRA no solo carece de reservas propias, sino que antes de implementarse el régimen del dólar "blend" de exportaciones, fue la autoridad monetaria la que abasteció de modo obsesivo la oferta en el "MEP", intentando controlar la brecha cambiaria. Los recursos insumidos para tal propósito (frustrado, por otra parte) habrían alcanzado a USD 4.100 millones.

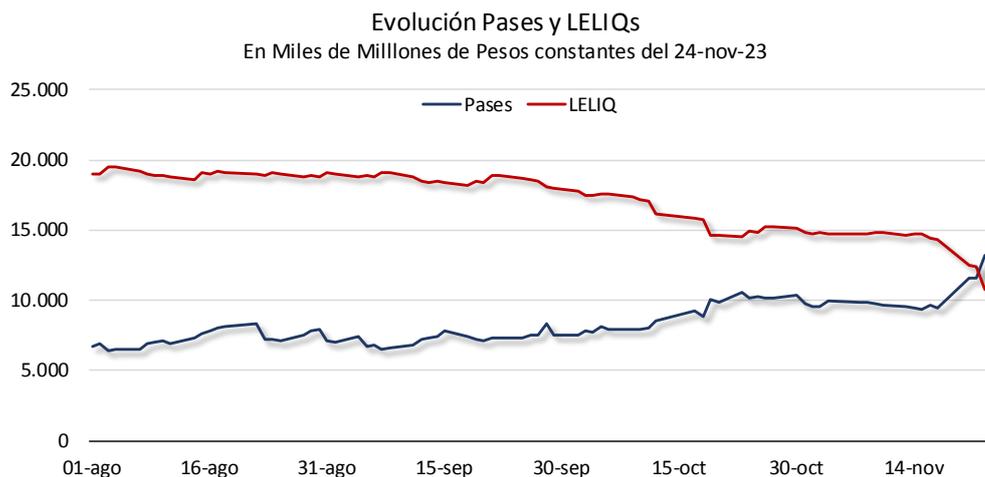
El régimen cambiario y las Leliq

La desactivación del proyecto de dolarización, aunque no sea del todo explícito, permite focalizar las conjeturas en opciones más convencionales para la política a desplegarse a partir del 10 de diciembre. Desde avanzar hacia una unificación cambiaria, tal como se planteó en el arranque de la gestión del ex presidente Macri, hasta un régimen inicialmente desdoblado del mercado cambiario, con un tipo de cambio oficial y otro libre. Se descuenta que, en esta segunda opción, las empresas y los particulares podrían comprar y vender sin la maraña de regulaciones actuales, que muchas veces impiden acceder al mercado oficial si se ha operado en el CCL, y viceversa.

Dada la controvertida experiencia de la unificación cambiaria entre los años 2016 y 2019, parece asignarse mayor probabilidad a un régimen transitorio de desdoblamiento cambiario. Esta percepción se refuerza cada vez que miembros relevantes del gobierno entrante alertan sobre el "riesgo de las Leliq". Aunque se trate de un riesgo sobrevaluado por parte de la gestión entrante, hay que prestarle atención al diagnóstico, porque puede derivar en medidas con impactos relevantes para la macro.

Una opción comentada desde el equipo del presidente electo es la posibilidad de intercambiar las Leliqs por títulos públicos en pesos o por fondos que se obtengan en el exterior, aunque no hay mayores detalles al respecto. En realidad, los "detalles" son fundamentales, dado los riesgos involucrados: el eventual incremento del endeudamiento del Tesoro; la reacción de los depositantes al descalce de los bancos al tener activos de más largo plazo y depósitos de corto plazo; el impacto sobre el sistema financiero al eventual canje de títulos que implican riesgo BCRA por riesgo del Tesoro, entre otras. La inquietud existente se refleja en el persistente enroque de activos de las entidades financieras: en la licitación de Leliqs del 21/11 se renovó solo el 40% de los vencimientos, el 23/11, tan solo el 10,5% y este martes se renovó solo el 22,8%. Los pesos fueron colocados en Pases pasivos del BCRA, lo que implica un abrupto acortamiento de plazos, ya que las Leliq se renuevan a 28 días y los Pases a 1 día. Las entidades ganan flexibilidad a un mínimo costo en términos de rendimientos, ya que se pasa de una TEA de 254,8% a 251,8% .

Esto llevó a que el stock de Leliqs cayera un 25% entre el 15 y el 24 de noviembre mientras que el stock de Pases se incrementó en un 44% en igual período. Ahora los pesos esterilizados por el BCRA redujeron fuertemente su madurez, al pasar los Pases a capturar el 55% de los pasivos remunerados.



Fuente: IERAL en base a BCRA e INDEC

Como ya se expresó más arriba, escasean las definiciones acerca de cómo el gobierno entrante habrá de encarar el "problema de las Leliq". Se presume que el objetivo inicial sería reducir la tasa de interés que paga el Banco Central por este instrumento, actualmente del 133 % anual, ofreciendo un "canje voluntario" por bonos de largo plazo. Si fuera así, la baja de tasas se trasladaría a la remuneración de los plazos fijos, justo en un contexto de aceleración adicional de la tasa de inflación. Ese tipo de abordaje derivaría en un incremento significativo de la demanda de activos alternativos al plazo fijo, incluyendo el dólar.

De allí que no es improbable que el plan arranque con un mercado cambiario desdoblado, para que la demanda de dólares se canalice al CCL, sin afectar las reservas. El círculo cerraría si la administración entrante consiguiera fondos frescos en divisas para poder abastecer la punta vendedora del mercado libre, no tanto como instrumento de contención de la brecha sino para esterilizar pesos.

De confirmarse estos lineamientos, será crucial que pueda mantenerse encapsulado el fogonazo inflacionario y que la brecha cambiaria termine aterrizando en un nivel razonable. Sólo en ese caso podrá ensayarse el paso siguiente, más cercano a la unificación cambiaria, instrumento consistente con un plan de estabilización. De lo contrario, si los riesgos subyacentes no son contemplados y/o la secuencia de medidas no es la apropiada, se habrá perdido un tiempo valioso en la búsqueda de condiciones para llegar a la estabilidad.

Como se viene detallando previamente, los desafíos abruman. En cabeza del Banco Central hay reservas negativas por 10 mil millones de dólares y "cuentas a pagar" por unos 35 mil millones, incluyendo los compromisos con importadores, las ventas de futuro en el Rofex y títulos dolarizados, caso de las "Levid". Asimismo, en cabeza del Tesoro hay vencimientos de deuda interna por 20 % del PIB en 2024, de los cuales 7 puntos corresponden a tenedores privados (el grueso indexados a tipo de cambio y/o tasa de inflación), mientras que los compromisos externos suman 4,0 mil millones de dólares (excluyendo FMI y organismos).

Además, en la cuenta regresiva hasta el 10 de diciembre, en lugar de colaboración, el gobierno saliente parece inclinado a hacer más pesada la mochila de la herencia. El cambio de “mezcla” entre oficial y libre dispuesto después del balotaje tendrá impacto en la inflación de noviembre, que bien podría acercarse al 14%. La prioridad de la actual administración ha sido intentar disimular problemas a través de una brecha cambiaria descendente, pero al costo de mayor torniquete a las importaciones. El desabastecimiento es alarmante, con consecuencias que pueden ser irreversibles en el plano de la salud, y parálisis en cada vez más plantas industriales. Tras más de una década de estanflación, el gobierno saliente se despide con dosis reforzadas de la misma receta, que empuja los precios para arriba y la actividad para abajo.

En cuanto a las tareas del gobierno entrante, cabe mencionar que, aunque haya mercado cambiario desdoblado a partir del 11 de diciembre, no existen instrumentos para fijar el tipo de cambio oficial en alguna paridad que pueda cumplir el rol de ancla. Inicialmente, el test para el régimen cambiario adoptado será su capacidad de lograr una secuencia prolongada de saldos netos favorables al Banco Central en las operaciones de compra-venta. Así, el nivel del tipo de cambio oficial se estaría moviendo día a día en función de ese objetivo. Las expectativas de inflación no podrán ser ancladas por la vía cambiaria, lo que refuerza la importancia de la política fiscal y de las pautas que se definan para la evolución del gasto público.

En Foco 1

El dato regional de la semana:

A partir del 10 de diciembre, la configuración del poder por fuerza política y por provincia obligará al partido gobernante a buscar aliados en otras fuerzas políticas, sin sacrificar el objetivo del equilibrio fiscal

Marcelo Capello y Vanessa Toselli

- Con la victoria del candidato libertario, desde el próximo 10 de diciembre el país presentará una configuración atípica en la distribución del poder, en que La Libertad Avanza controlará el Poder Ejecutivo, Unión por la Patria exhibirá la primera minoría en el Congreso de la Nación y Juntos por el Cambio gobernará la mayoría de las provincias
- La Libertad Avanza controlará el 100% del Poder Ejecutivo (aunque varios funcionarios podrían provenir de otras fuerzas políticas), Unión por la Patria tendrá el 47% de los legisladores en Diputados y 41% en Senadores, mientras que Juntos por el Cambio gobernará en 10 provincias (42% del total). Los partidos provinciales, a su vez, controlarán un 8% de Diputados, 9% de Senadores y 25% de los gobiernos provinciales
- El futuro presidente sólo podría tener quórum en la cámara de Diputados, si a los votos propios logra sumar la totalidad de los votos de Juntos por el Cambio, pero en ese caso seguiría necesitando 5 votos para conseguir quórum en la cámara de Senadores. En el caso de contar con el voto favorable de las fuerzas provinciales, lograría –aunque con poco margen- quórum en ambos recintos legislativos
- Escenarios más realistas, en donde el presidente electo obtenga el 70% de apoyo de Juntos por el Cambio, e igual proporción de las fuerzas provinciales, implicarían la necesidad de contar con 25 votos de otras fuerzas (básicamente del peronismo) para lograr la mayoría en Diputados y Senadores. En caso de que la aceptación a sus medidas sea del 50% tanto de Juntos por el Cambio como de las fuerzas provinciales, requerirá 81 votos adicionales en la cámara baja, y 21 en la cámara alta, que deberían venir del peronismo
- La herencia económica para Javier Milei será en muchos aspectos similar a la que le tocó en su momento a Mauricio Macri, en ambos casos sin quórum propio en Diputados ni Senadores, pero el primero no debe caer en el error del segundo que, por negociar para mejorar gobernabilidad con la oposición y

organizaciones sociales, luego no logró bajar el déficit fiscal en sus dos primeros años de gobierno, y entró en crisis macro en el tercero y cuarto año

Con la victoria del candidato libertario, desde el próximo 10 de diciembre el país presentará una configuración atípica en la distribución del poder, en que La Libertad Avanza controlará el Poder Ejecutivo, Unión por la Patria exhibirá la primera minoría en el Congreso de la Nación y Juntos por el Cambio gobernará la mayoría de las provincias.

Concretamente, La Libertad Avanza controlará el 100% del Poder Ejecutivo (aunque varios funcionarios podrían provenir de otras fuerzas políticas, como Juntos por el Cambio o partidos provinciales), Unión por la Patria tendrá el 47% de los legisladores en Diputados y 41% en Senadores, mientras que Juntos por el Cambio gobernará en 10 provincias (42% del total), 6 de ellas a través de la Unión Cívica Radical y 4 vía PRO. Los partidos provinciales¹, a su vez, controlarán un 8% de Diputados, 9% de Senadores y 6 provincias (25% del total).

Así las cosas, el presidente electo, para garantizar gobernabilidad y lograr aprobar sus propuestas de reformas a través de leyes, muy probablemente deberá negociar para alcanzar consensos entre sus propios referentes y los de las otras fuerzas políticas, al menos con algunas de ellas. Ello en un contexto de lo que se supone serán propuestas de profundas reformas en materia de gasto público, impuestos, laborales, desregulación de la economía y otras, situaciones en las que siempre es más difícil lograr consensos.

A priori, La Libertad Avanza tendría más posibilidades de lograr apoyo, para algunas iniciativas, de parte de Juntos por el Cambio, aunque quizá no en forma homogénea en todos sus componentes. En este sentido, resulta importante que un 42% de las provincias se encuentran lideradas por referentes de Juntos por el Cambio, el 33% corresponde a Unión por la Patria (ex Frente de Todos) y el restante 25% respondería a fuerzas provinciales propias, aunque mayoritariamente de origen peronista. En estos partidos provinciales, seguramente La Libertad Avanza (LLA) podrá buscar nuevos aliados para aprobar leyes.

¹ En este informe se consideran partidos provinciales a los de Salta, Misiones, Córdoba, Neuquén, Río Negro y Santa Cruz.

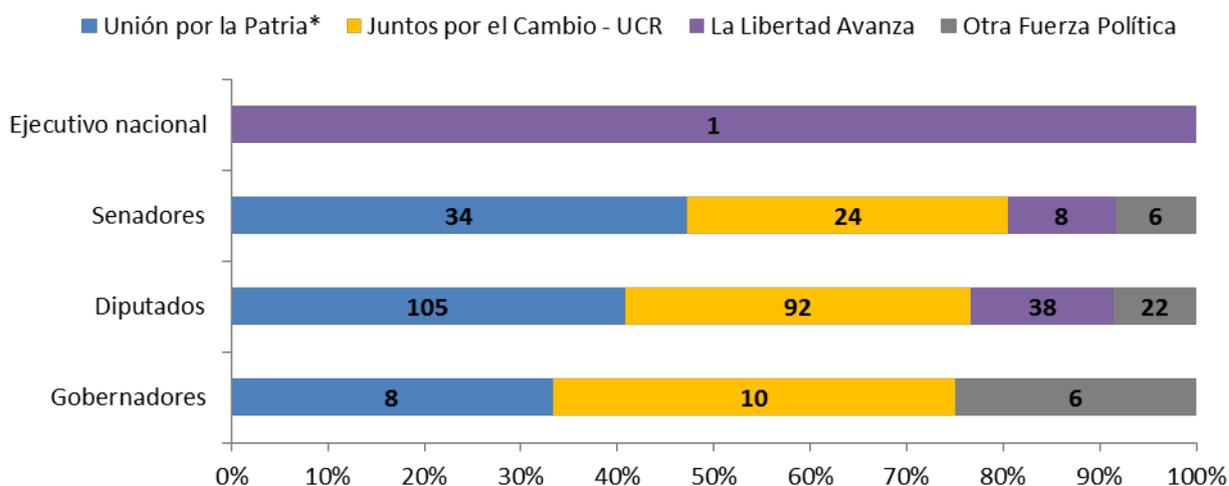
Resumen de fuerzas por bloque. A partir del 10 de diciembre

Referente	Unión por la Patria*	Juntos por el Cambio - UCR	La Libertad Avanza	Otra Fuerza Política	Total
Gobernadores	8	10	-	6	24
Diputados	105	92	38	22	257
Senadores	34	24	8	6	72

Fuente: elaboración propia sobre la base de la DINE.

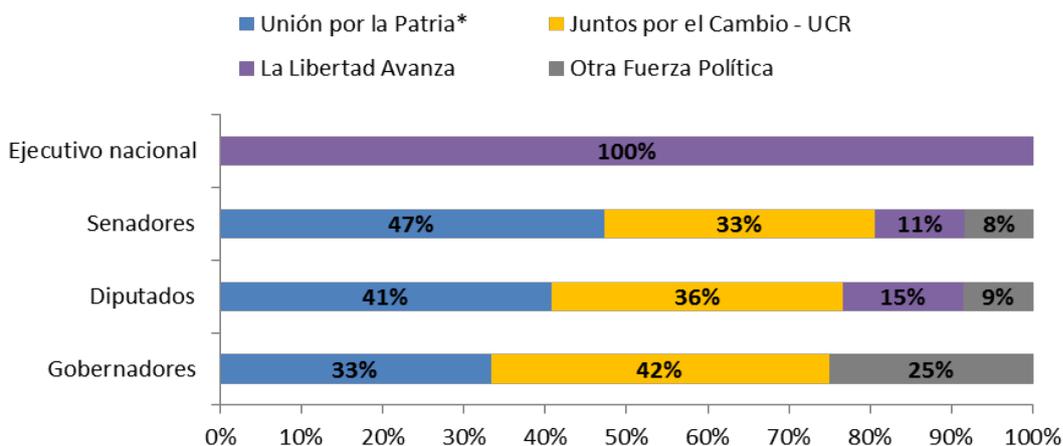
**Ex Frente de Todos*

Resumen de fuerzas por bloque. A partir del 10 de diciembre



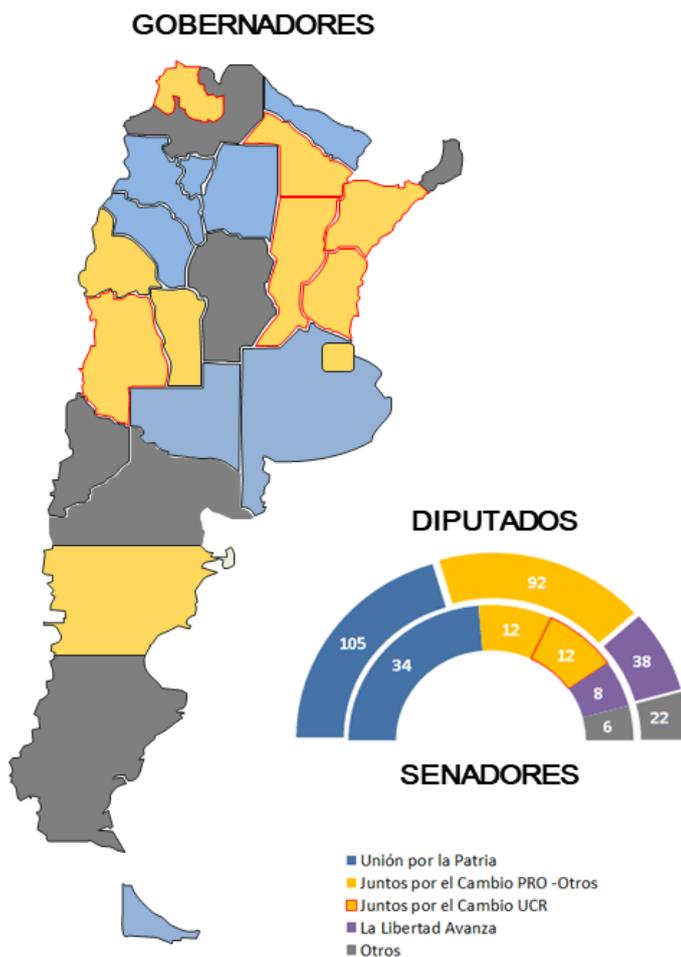
Fuente: elaboración propia sobre la base de la DINE.

Resumen de fuerzas por bloque. A partir del 10 de diciembre



Fuente: elaboración propia sobre la base de la DINE.

Mapa de poder por jurisdicción

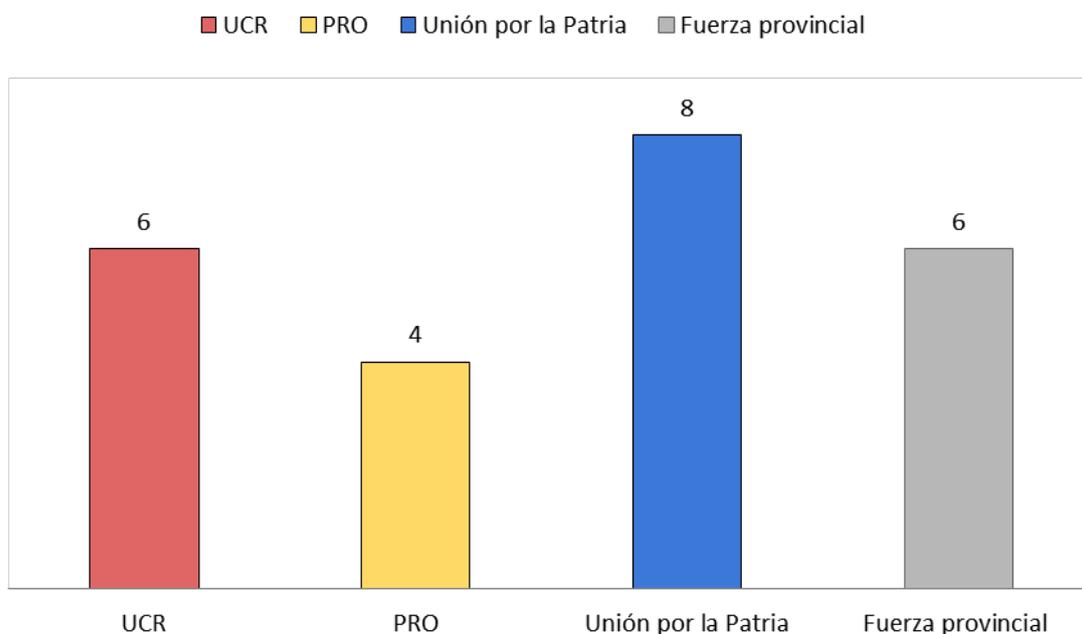


Fuente: Elaboración propia sobre la DINE y al Honorable Congreso de la Nación Argentina.

Gobernaciones provinciales

Uno de los flancos más débiles que posee LLA es el escaso sustento territorial, pues su partido no cuenta con ningún gobernador propio, si bien podría tener facilidades, a priori, para acordar con gobernadores de Juntos por el Cambio. Así, de las 24 jurisdicciones (provincias y CABA), después del 10 de diciembre 8 continuarán gobernadas por el actual oficialismo (Buenos Aires, Catamarca, Formosa, La Pampa, La Rioja, Santiago del Estero, Tierra del Fuego y Tucumán), 4 de ellas por referentes de PRO y 6 por gobernadores provenientes de la Unión Cívica Radical (UCR), mientras que las restantes jurisdicciones estarán conducidas por movimientos provinciales (de los cuales, 4 de ellos habían declarado su apoyo al candidato Sergio Massa en la última contienda electoral).

Distribución de las gobernaciones a partir del 10 de diciembre



Fuente: elaboración propia sobre la base de la DINE.

El poder legislativo

En Argentina el poder legislativo lo ejerce el Congreso de la Nación, a través de las Cámaras de Diputados y Senadores. Los legisladores surgen del voto popular, siendo los primeros, representantes del pueblo, de manera proporcional a la población, mientras que los senadores representan a las provincias, a razón de 3 representantes por jurisdicción (incluyendo Ciudad Autónoma de Buenos Aires).

La Cámara de Diputados de la Nación se encuentra integrada por 257 diputados nacionales, distribuidos proporcionalmente por jurisdicción, en función a la cantidad de habitantes, con un piso mínimo de 5 diputados. Para poder sesionar y aprobar la mayoría de las normas se requiere contar con mayoría simple, es decir, 129 diputados. Actualmente, ninguna de las fuerzas cumple por sí sola con dicha condición. De las 130 bancas que se renovaron el pasado 22 de octubre, la Libertad Avanza logró conquistar 38 bancas, de las cuales 10 se encontraban ocupadas por referentes del Frente de Todos (actualmente Unión por la Patria), 25 por diputados de Juntos por el Cambio, y 3 corresponden a otros movimientos. De esta manera, la primera minoría corresponde al Frente de Todos / Unión por la Patria, con 105 diputados, seguido por Juntos por el Cambio (92), que si se suma al oficialismo liberal podría conseguir 130 escaños.

Cámara de Diputados. Composición general y diferencia

CÁMARA DE DIPUTADOS		
Bloque	Desde el 10/12	Dif.
Unión por la Patria	105	●
Juntos por el Cambio	92	●
La Libertad Avanza	38	●
Otros	22	●

Fuente: Elaboración propia sobre la base del Honorable Congreso de la Nación Argentina.

Por otro lado, la Cámara de Senadores de la Nación, conocida como la cámara alta, está compuesta por 72 senadores, 3 por cada una de las 23 provincias argentinas y la misma cantidad por CABA. Las bancas se renuevan por tercios, cada 2 años. Las 8 provincias que eligieron representantes en las pasadas elecciones fueron Buenos Aires, Formosa, Jujuy, La Rioja, Misiones, San Juan, San Luis y Santa Cruz. La primera minoría en el Senado la tendrá Unión por la Patria (ex Frente de Todos) con 34 bancas, mientras que Juntos por el Cambio posee 24 (de las cuales la mitad corresponden al radicalismo) y 8 son propias del partido libertario.

Cámara de Senadores. Composición general y diferencia

CÁMARA DE SENADORES		
Bloque	Desde el 10/12	Dif.
Unión por la Patria	34	●
Juntos por el Cambio	24	●
La Libertad Avanza	8	●
Otros	6	●

Fuente: Elaboración propia sobre la base del Honorable Congreso de la Nación Argentina.

Representación legislativa por provincia

Provincia	Diputados	Senadores	Total	% representación
Buenos Aires	70	3	73	22,19%
CABA	25	3	28	8,51%
Catamarca	5	3	8	2,43%
Chaco	7	3	10	3,04%
Chubut	5	3	8	2,43%
Córdoba	18	3	21	6,38%
Corrientes	7	3	10	3,04%
Entre Ríos	9	3	12	3,65%
Formosa	5	3	8	2,43%
Jujuy	6	3	9	2,74%
La Pampa	5	3	8	2,43%
La Rioja	5	3	8	2,43%
Mendoza	10	3	13	3,95%
Misiones	7	3	10	3,04%
Neuquén	5	3	8	2,43%
Río Negro	5	3	8	2,43%
Salta	7	3	10	3,04%
San Juan	6	3	9	2,74%
San Luis	5	3	8	2,43%
Santa Cruz	5	3	8	2,43%
Santa Fe	19	3	22	6,69%
Santiago del Estero*	7	3	10	3,04%
Tierra del Fuego, Antártida e Islas del Atlántico Sur	5	3	8	2,43%
Tucumán	9	3	12	3,65%
Total	257	72	329	100,00%

Fuente: Elaboración propia sobre la base del Honorable Congreso de la Nación Argentina

Conformación Cámara de Diputados a partir del 10 de diciembre. Por grandes bloques

Provincia	Unión por la Patria	Juntos por el Cambio	La Libertad Avanza	Otros	Total
Buenos Aires	31	25	10	4	70
CABA	7	13	4	1	25
Catamarca	4	1	0	0	5
Chaco	3	3	1	0	7
Chubut	2	2	1	0	5
Córdoba	2	8	3	5	18
Corrientes	3	3	1	0	7
Entre Ríos	4	4	1	0	9
Formosa	3	1	1	0	5
Jujuy	2	2	1	1	6
La Pampa	2	3	0	0	5
La Rioja	4	0	1	0	5
Mendoza	3	4	3	0	10
Misiones	0	3	0	4	7
Neuquén	2	1	1	1	5
Río Negro	1	2	1	1	5
Salta	4	0	2	1	7
San Juan	3	2	1	0	6
San Luis	2	2	1	0	5
Santa Cruz	2	1	0	2	5
Santa Fe	6	8	3	2	19
Santiago del Estero*	7	0	0	0	7
Tierra del Fuego, Antártida e Islas del Atlántico Sur	3	1	1	0	5
Tucumán	5	3	1	0	9
Total	105	92	38	22	257

Fuente: Elaboración propia sobre la base del Honorable Congreso de la Nación Argentina

Conformación Cámara de Senadores a partir del 10 de diciembre. Por grandes bloques

Provincia	Unión por la Patria	Juntos por el Cambio		La Libertad Avanza	Otros
		PRO -Otros	UCR		
Buenos Aires	2	1			
CABA	1	1	1		
Catamarca	2		1		
Chaco	2		1		
Chubut	1	2			
Córdoba		2			1
Corrientes	1		2		
Entre Ríos	1	1	1		
Formosa	2			1	
Jujuy	1			2	
La Pampa	1	1	1		
La Rioja	2			1	
Mendoza	1		2		
Misiones		1			2
Neuquén	2	1			
Río Negro	2				1
Salta	2	1			
San Juan	1			2	
San Luis	1			2	
Santa Cruz	1				2
Santa Fe	1		2		
Santiago del Estero*	3				
Tierra del Fuego, Antártida e Islas del Atlántico Sur	2		1		
Tucumán	2	1			
Total	34	12	12	8	6

Fuente: elaboración propia sobre la base del Congreso de la Nación Argentina.

Posibilidades para la búsqueda obligada de consensos

Así las cosas, ninguno de los bloques conseguirá por sí mismo la mayoría en las cámaras, incluso, el futuro presidente sólo podría tener quórum en la cámara de Diputados, si a los votos propios logra sumar la totalidad de los votos de Juntos por el Cambio, pero en ese caso seguiría necesitando 5 votos para conseguir aprobar leyes en la cámara de Senadores. En el caso de contar con el voto favorable de las fuerzas provinciales (y otras fuerzas), lograría –aunque con poco margen- quórum en ambos recintos legislativos.

Escenarios más realistas, en donde el presidente electo obtenga el 70% de apoyo de Juntos por el Cambio, e igual proporción de las fuerzas provinciales, implicarían la necesidad de contar con 25 votos de otras fuerzas (más cercanas al peronismo) para lograr la mayoría en Diputados y Senadores. Si se mantiene esa proporción, pero el presidente libertario obtiene el apoyo de la totalidad de los representantes de provincias más productivas, como las de la Región Centro (Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos), contaría con mayoría en la Cámara de Diputados (138 votos), pero aun necesitaría negociar 8 votos en el Senado.

En caso de que la aceptación a sus medidas sea del 50% de Juntos por el Cambio y de las fuerzas provinciales, requerirá de 81 votos adicionales en la cámara baja, y 21 en la cámara alta, que deberían venir del peronismo. En los escenarios en que LLA obtiene el apoyo de menos del 100% de los legisladores de Juntos por el Cambio y de las fuerzas provinciales, el nuevo gobierno deberá apuntar a sumar los votos de aquellas provincias gobernadas por el peronismo, pero más cercanas a las ideas liberales o a los intereses que surgen de éstas.

La herencia económica para Javier Milei será en muchos aspectos similar a la que le tocó en su momento a Mauricio Macri (cepo cambiario y a las importaciones, atraso cambiario y tarifario, brecha cambiaria alta, escasas reservas, inflación reprimida, etc.), en ambos casos sin quórum propio en Diputados ni Senadores, pero el primero no debe caer en el error del segundo que, por negociar para mejorar gobernabilidad con la oposición y organizaciones sociales, luego no logró bajar el déficit fiscal en sus dos primeros años de gobierno, y entró en crisis macro en el tercero y cuarto año.

Escenarios de apoyo a iniciativas oficiales a partir del 10 de diciembre

Escenario	La Libertad Avanza	Juntos por el Cambio	Fuerzas Provinciales
1	100%	100%	-
2	100%	100%	100%
3	100%	70%	70%
4	100%	50%	50%

Cantidad de votos por escenario

	Quórum	E1	E2	E3	E4
Diputados	129	141	152	104	49
Senadores	37	35	38	25	11